



UNTERNEHMENSANALYSE 7/6/2018

Wie sich Vorstandsgehälter unbemerkt verdoppeln

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Auszahlungen aus langfristig orientierten Vergütungsprogrammen der DAX-Vorstandsvorstände haben sich seit ihrer Gewährung im Schnitt verdoppelt, bei BASF sogar vervierzehnfacht.
- Durch den optionsartigen Charakter vieler Vergütungsprogramme, haben einige Vorstände übermäßig von der EZB-Politik profitiert, die in den letzten Jahren für deutliche Kursanstiege gesorgt hat.
- In 2017 flossen den Vorstandsvorsitzenden der DAX-Konzerne im Schnitt 6,4 Mio. Euro als Gehalt zu.

Das durchschnittliche Gehalt eines DAX-Vorstandsvorsitzenden im vergangenen Geschäftsjahr beträgt 5,5 Mio. Euro – so steht es in den aktuellen Geschäftsberichten. Allerdings ist dies nur eine rein theoretische Zahl, nämlich das gewährte Gehalt. Hierhinter verbirgt sich das Gehalt, welches zur Auszahlung kommt, wenn alle vorgegebenen Ziele zu 100 % erreicht werden. Werden Ziele verfehlt, so ist die Auszahlung, der sogenannte Zufluss, geringer als die Gewährung. Werden die Ziele hingegen übertroffen, so übersteigt der Zufluss die Gewährung. Da rund zwei Drittel der Vorstandsgehälter erfolgsabhängig ausgestaltet sind, können Zufluss und Gewährung bedeutend voneinander abweichen.

Der Zufluss, den die DAX-Vorstandsvorsitzenden für das Geschäftsjahr 2017 erhalten haben, beträgt 6,4 Mio. Euro. Er liegt also rund 16 % höher als die Gewährung. Nun ist Vorsicht angebracht, denn der Zufluss bezieht sich zu Teilen auf Vergütungsprogramme, die vor mehreren Jahren gewährt wurden. Daher kann nicht der gesamte Zufluss aus 2017 mit der Gewährung des gleichen Jahres verglichen werden. Dank der Mustertabellen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) ist es seit 2014 weitestgehend möglich einen Zufluss mit einer Gewährung zu vergleichen, die mehrere Jahre zurückliegt.



Betrachtet man nur die kurzfristige variable Vergütung, also die Komponenten deren Bemessungsgrundlage sich ausschließlich auf das aktuelle Geschäftsjahr bezieht, so übersteigt der Zufluss die Gewährung im Schnitt um 21 %. Dies bedeutet, dass die vorgegebenen Ziele deutlich übertroffen wurden. Bei der Deutschen Luft-hansa ist das Verhältnis mit +128 % am höchsten und bei der Commerzbank mit -50 % am niedrigsten. Bei der Deutschen Bank wurde auf Grund der schlechten Geschäftsentwicklung keine kurzfristige variable Vergütung gewährt.

Die Auszahlung aus langfristig orientierten Programmen ist im Schnitt doppelt so hoch wie die ursprüngliche Gewährung. Hierbei liegen Gewährung und Zufluss meist drei bis vier Jahre auseinander, so dass aus den aktuellen Geschäftsberichten nicht ersichtlich ist, dass sich die Beträge verdoppelt haben. Bei Aktienoptionsprogrammen unterscheiden sich Gewährung und Zufluss noch deutlicher. Bei BASF beträgt der finale Zufluss das 14-fache der ursprünglichen Gewährung. Dies entspricht einer jährlichen Steigerungsrate von 34 % über 8 Jahre.

Maßgeblich für die Entwicklung bei BASF und vielen anderen Konzernen ist die Geldpolitik der EZB, die durch ihre Geldpolitik die Zinsen niedrig hält und somit für eine Rally am Aktienmarkt gesorgt hat. Da viele langfristige Vergütungsprogramme an die Entwicklung der absoluten Aktienkurse gekoppelt sind, konnten die vorgegebenen Ziele leichter erreicht werden. Ebenso bewirkt die optionsartige Ausgestaltung einiger Vergütungsprogramme, dass der Zufluss die Gewährung zusätzlich um ein vielfaches übersteigt.

Bill McDermott von SAP bekam 21,1 Mio. Euro überwiesen – ein historischer Rekordwert. Matthias Müller von Volkswagen flossen knapp 10 Mio. Euro zu, hiervon über 7 Millionen erfolgsabhängig. Auch wenn die Höhe der Ge-

haltszahlung nun transparent offengelegt wird, bleibt die vollständige Entstehung der Gehälter weiterhin meist im Dunkeln. Wie die konkreten Zielvorgaben für das Management aussehen, erfährt man in der Regel nicht. Daher kann man auch nur schwer bewerten, ob durch Höhe und Ausgestaltung der Vergütung der Vorstand zielrichtend incentiviert wird.

Datengrundlage und Methodik

Alle in dieser Studie verwendeten Daten entstammen den Geschäftsberichten der Ende 2017 im Deutschen Aktien Index (DAX) gelisteten Unternehmen. Erhoben wurden jeweils die Angaben über Gewährung und Zufluss der Gehälter der Vorstandsvorsitzenden aus den Mustertabellen des DCGK. Falls die Unternehmen die Mustertabellen nicht nutzen, wurden aus den übrigen Angaben der Vergütungsberichte die entsprechenden Werte konstruiert. Für vor 2014 gewährte Beträge wurden die entsprechenden Vergütungsberichte und Auskünfte von Investor Relations herangezogen. In einigen Fällen wurden Auszahlungen mit Hilfe von ThomsonReuters rekonstruiert. Der Vorsorgeaufwand der Vorstände wird in dieser Studie nicht berücksichtigt.¹

Vorstandsgehälter lassen sich in Fixum (Grundgehalt und Nebenleistungen) sowie in erfolgsabhängige Komponenten unterteilen. Für jede erfolgsabhängige Komponente werden Performancekriterien vereinbart anhand derer innerhalb einer vorgegebenen Zeitspanne der Erfolg gemessen wird. Die Höhe der finalen Auszahlung wird durch Vergleich der vorab vereinbarten Zielwerte sowie den tatsächlich erreichten Zielen bestimmt.

¹ Die Studie „Die Analyse der Pensionsansprüche der DAX-Vorstände“ von Kai Lehmann, Flossbach von Storch Research Institute (2018), siehe www.fvs-ri.com, gibt einen Einblick in die Höhe der Vorsorgeaufwendungen.



Tabelle 1: Gewährte Gehälter der DAX-Vorstandsvorsitzenden seit 2014

<i>in Mio. Euro</i>	2017	2016	2015	2014
Gesamte Gewährung	5,5	5,7	5,3	5,6
Fixum	1,6	1,7	1,6	1,5
Erfolgsabhängig	3,9	3,9	3,7	4,0
Kurzfristig	1,5	1,4	1,3	1,3
Langfristig	2,5	2,5	2,5	2,8

Quelle: Geschäftsberichte 2014 bis 2017. Stand Mai 2018.

Alle erfolgsabhängigen Komponenten, die sich auf Erfolgsziele, die eine zeitliche Bemessungsgrundlage von bis zu einem Jahr haben, werden als „kurzfristig“ definiert. Dementsprechend sind alle Vergütungskomponenten, für die der Erfolg über mehr als ein Jahr gemessen, wird als „langfristig“ anzusehen.

Gewährung vs. Zufluss

Zur Analyse der Vorstandgehälter muss zwischen gewährtem und zugeflossenem Gehalt unterschieden werden. Das gewährte Gehalt entspricht der Auszahlung, die entsteht, wenn alle vereinbarten Ziele zu 100 % erreicht werden. Die Ziele können sich dabei nicht nur auf das aktuelle sondern auch auf vergangene oder zukünftige Geschäftsjahre beziehen. Da zum Zeitpunkt der Gewährung noch unklar ist, wie hoch die Zielerreichung sein wird, wird im Geschäftsbericht der Betrag als Gewährung ausgewiesen, welcher zur Auszahlung käme, wenn alle Ziele zu genau 100 % erreicht werden würden.

Der tatsächliche Zufluss entspricht dem Gehalt, welches dem Vorstandmitglied vor Steuern ausbezahlt wird. Der Betrag steht erst fest, wenn die sogenannte Performanceperiode, während welcher die Zielerreichung bestimmt wird, abgelaufen ist. In manchen Fällen schließt noch eine Sperrfrist an die Performanceperiode an, wel-

che die Auszahlung zusätzlich verzögert. Je nach Grad der Zielerreichung kann der Zufluss über oder unter der Gewährung liegen.

In Geschäftsberichten vor 2014 ist für langfristige Vergütungsprogramme meist nur die Gewährung angegeben, nicht aber der Zufluss.

Gewährte Gehälter

Im Schnitt wurde einem DAX-Vorstandsvorsitzenden für das Geschäftsjahr 2017 ein Gehalt von 5,5 Mio. Euro gewährt (Tabelle 1). Hiervon entfallen 1,6 Mio. Euro auf das Festgehalt (Fixum) und 3,9 Mio. Euro auf die variable erfolgsabhängige Vergütung. Diese lässt sich wiederum in eine kurz- und eine langfristige Komponente unterteilen. 1,5 Mio. Euro wurden auf Grund des kurzfristigen Erfolgs gewährt und 2,5 Mio. entstammen der langfristige orientierten Vergütung.

Sowohl in 2017 als auch in 2016 ist der Vorstandsvorsitzende von SAP, Bill McDermott, ganz oben unter den gewährten Gehältern zu finden. In 2017 wurde ihm ein Gehalt von 12,4 Mio. Euro gewährt, im Vorjahr bereits 13,4 Mio. Euro. Wie auch in 2016 geht Platz zwei an Matthias Müller, der in 2016 und 2017 dem Volkswagen Konzern vorstand. Ihm wurden 9,7 bzw. 9,4 Mio. Euro für die letzten Jahre gewährt.



Tabelle 2: Zugeflossene Gehälter der DAX-Vorstandsvorsitzenden

<i>in Mio. Euro</i>	2017	2016	2015	2014
Gesamter Zufluss	6,4	6,5	5,5	5,1
Fixum	1,6	1,7	1,6	1,5
Erfolgsabhängig	4,7	4,8	3,9	3,6
kurzfristig	1,7	1,4	1,4	1,3
langfristig	3,0	3,1	2,5	2,2

Quelle: Geschäftsberichte 2014 bis 2017. Stand Mai 2018.

Zugeflossene Gehälter

In 2017 sind einem DAX-Vorstandsvorsitzendem im Schnitt 6,4 Mio. Euro zugeflossen (Tabelle 2). Der erfolgsabhängige Teil des Zuflusses beträgt im Schnitt 4,7 Mio. Euro. Die kurzfristige Komponente macht hiervon wieder um 1,7 Mio. Euro aus und die langfristige 3,0 Mio. Euro. Im mittelfristigen Vergleich seit 2014 fällt auf, dass besonders der langfristige Zufluss bedeutend angestiegen ist.

Wer bekam den höchsten Betrag überwiesen?

Der mit Abstand höchste Zufluss ging im Jahr 2017 mit 21,1 Mio. Euro an Bill McDermott von SAP. Dies ist nicht nur der höchste Betrag des Jahres, sondern der höchste Zufluss, den je ein DAX-Vorstand erhalten hat. In diesem Zufluss verbirgt sich eine langfristige erfolgsabhängige Komponente, welche mit 16,0 Mio. Euro den Löwenanteil ausmacht. Dieser Betrag entsteht durch drei Vergütungsprogramme, die alle langfristig ausgerichtet sind. Hiervon wurden 5,8 Mio. Euro ursprünglich 2015 gewährt, 4,2 Mio. Euro stammen aus 2011 und weitere 6,0 Mio. Euro aus 2010.

Auf Nummer zwei im Gehaltsranking folgt Dieter Zetsche mit einem Zufluss von 13,0 Mio. Euro. Hiervon sind 8,9 Mio. Euro langfristig ausgelegt und wurden zum größten Teil bereits 2013

gewährt. Platz drei teilen sich Kurt Bock (BASF), Joe Kaeser (Siemens) und Matthias Müller (VW) mit jeweils rund 9,7 Mio. Euro.

Bemerkenswert ist hierbei Matthias Müller (VW), der sowohl über eine der höchsten Gewährungen als auch Zuflüsse verfügt. Sein kurzfristiger variabler Zufluss übertrifft die Gewährung um 15 %, welches auf ein erfolgreiches Jahr hindeutet. Ein Blick in den Vergütungsbericht offenbart, dass unter anderem „individuelle Ziele“ als Erfolgskriterium herangezogen wurden. Des Weiteren wurde eine langfristige Vergütungskomponente, die planmäßig erst 2019 zu einer Auszahlung führen sollte, bereits vollständig in 2017 ausgezahlt. Bemerkenswert ist nun, dass Matthias Müller Anfang 2018 seinen Posten räumen musste, obwohl die Höhe des Zuflusses auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr hindeutet.

Vergleich von Zufluss und Gewährung

Die Mustertabellen des DCGK ermöglichen es nachzuverfolgen, wie sich gewährte Beträge entwickelt haben und wie hoch die entsprechenden finalen Auszahlungen sind. Während man die kurzfristig orientierten Vergütungskomponenten seit 2014 analysieren kann, ist auf Grund der Datenverfügbarkeit eine Untersuchung der langfristigen Komponenten nur für 2017 möglich.



Tabelle 3: Verhältnisse in der variablen Vergütung

<i>Variable Vergütung</i>	2017	2016	2015	2014
<i>Kurzfristig</i>				
Zufluss zu Gewährung	+21,0 %	+19,4 %	+15,0 %	+15,9 %
<i>Langfristig</i>				
Zufluss zu Gewährung	+103,2 %	-	-	-
Zuwachs p.a.	+5,4 %	-	-	-

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis 2017. Stand Mai 2018.

Kurzfristige Vergütung

Der Zufluss durch die kurzfristige variable Vergütungskomponente übersteigt die Gewährung im Schnitt um 21,0 % (Tabelle 3). Dies deutet an, dass die Vorstandsvorsitzenden ihre Zielvorgaben im Schnitt um 21 % übertroffen haben. Im Vergleich zu den Vorjahren ist das Verhältnis leicht angestiegen. Im Jahr 2014 betrug es noch +15,9 %.

Bei der Deutschen Lufthansa ist mit +128 % das höchste Verhältnis vorzufinden. Der Zufluss aus der kurzfristigen variablen Vergütung ist mehr als doppelt so hoch wie die Gewährung. Grundlage für die Zielerreichung sind die Kriterien „individuelle Leistung“ und „EBIT-Marge“ angegeben. Letztere beträgt 9,3 % und liegt somit 2,1 Prozentpunkte über dem Vorjahreswert. Die zu Beginn des Geschäftsjahres vereinbarten Zielvorgaben, welche genau zur Auszahlung der Gewährung geführt hätten, sind nicht bekannt.

Bei sieben Konzernen liegt das Verhältnis unter null, welches bedeutet, dass die Vorstände hinter ihren Zielvorgaben zurückgeblieben sind. Hierunter ist unter anderem die Commerzbank mit einem Verhältnis von -50 % zu finden. Bei Fresenius und Merck beträgt der Zuwachs genau 0 %, welches andeutet, dass die Zielvorgabe genau erreicht wurde und der gewährte Betrag zur Auszahlung kam.

Langfristige Vergütung

Zur Analyse der langfristigen Vergütung werden zwei Kennzahlen zu Rate gezogen. Die erste Kennzahl wird analog wie bei der kurzfristigen Vergütung berechnet und gibt an, um wieviel Prozent der Zufluss die Gewährung übersteigt. Da jedoch die Laufzeit der Programme zwischen einem und acht Jahren variiert, wird zusätzlich der durchschnittliche jährliche Zuwachs des Auszahlungsbetrags berechnet. Falls mehrere langfristige Programme existieren, werden die Kennzahlen gewährungsgewichtet gemittelt. Die Ergebnisse sind ebenfalls in Tabelle dargestellt.

Der Zufluss durch langfristige Vergütungsprogramme übersteigt die Gewährung im Schnitt um 103,2 %. Demnach ist die Auszahlung gut doppelt so hoch wie die Gewährung. Betrachtet man den jährlichen Wertzuwachs der langfristigen Vergütungskomponenten, so beträgt dieser im Schnitt 5,4 % bei einer durchschnittlichen Laufzeit von drei bis vier Jahren.² Bei 13 Unternehmen liegt die jährliche Wachstumsrate sogar über 10 %. Die höchsten sind bei BASF, Merck und Adidas vorzufinden.

² Durch diverse positive und negative Ausreißer weichen der Mittelwert des direkten Vergleichs von Zufluss und Gewährung (+103,2 %) und des annualisierten Zuwachs (+5,4 %) voneinander ab. Die Mediane betragen +47,1 % sowie +7,3 %.



Bei BASF beträgt das jährliche Wachstum der in 2009 langfristig gewährten Komponente 34,0 %. Dies führt zu einer Auszahlung, die das 14-fache der Gewährung umfasst. Dieser Extremwert ist eine Kombination aus der sehr langen Laufzeit des Programms und den niedrigen Aktienkursen im Gewährungsjahr 2009. Damals wurden während der Finanzkrise Optionsrechte mit Barausgleich vergeben, als der Aktienkurs unter 30 Euro lag. 8 Jahre später in 2017 lag der Kurs über 80 Euro. Dadurch stieg der Marktwert der Optionen von unter 7 Euro auf über 90 Euro inkl. Ausgleich für Dividenden. Der Optionscharakter des Vergütungsprogramms wirkt dabei zusätzlich verstärkend.

Der zweithöchste jährliche Zuwachs ist mit 28,4 % p.a. bei Merck vorzufinden. Die entsprechende Gewährung stammt aus dem Jahr 2014, als im Rahmen eines Long-Term-Incentive Plans virtuelle Aktien gewährt wurden. Zusätzlich wurden als Performancekriterien eine Outperformance zum DAX sowie eine nicht kommunizierte Zielvorgabe für eine um Sondereffekte bereinigte EBITDA-Marge angegeben.

Auf Platz drei folgt Adidas. Da Herr Kasper Rorsted erst 2016 in den Vorstand berufen wurde, die langfristige Vergütung jedoch in 3-Jahreszyklen erfolgt und der aktuelle Zyklus bereits in 2015 begann, wurden ihm in 2016 zusätzlich die Beträge aus 2015 gewährt. Sein Gehalt wuchs somit über einen Performancezeitraum von 2 Jahren um 50 % an, welches annualisiert 22,5 % ergibt.

Auch an dieser Stelle ist SAP hervorzuheben. Der Zufluss durch langfristige Vergütungsprogramme beträgt das Vierfache der Gewährung. Zwei Drittel des langfristig orientierten Zuflusses (10,2 Mio. Euro) wurden in 2010 und 2011 gewährt und basieren zu einem großen Anteil auf virtuellen Aktienoptionen. Der seitdem gestiegene Aktienkurs bewirkt zusammen mit der

Hebelwirkung der Optionen zu Teilen, dass sich der ursprünglich gewährte Betrag von unter 1,9 Mio. Euro verfünffacht hat. Zwar wurden Höchstgrenzen für die Tranchen vereinbart, diese lagen jedoch sogar mit 16,5 Mio. Euro, bzw. bei einem Faktor von 8,7, noch bedeutend höher.

Warum unterscheiden sich Gewährung und Zufluss häufig so deutlich?

Variable Vergütungskomponenten setzen den Vorständen finanzielle Anreize. Hierfür werden vom Aufsichtsrat Performancekriterien und konkrete Ziele festgelegt. Die kurzfristig gesetzten Ziele werden nur in den wenigsten Fällen untertroffen. Seit 2014 trat dies nur in 28 % der Fälle auf. Demnach stellt sich die Frage, ob die 100 % Zielvorgabe auch das erwartete Ziel ist, oder ob die Ziele absichtlich etwas niedriger gesteckt werden, damit sie leichter übertroffen werden können.

Für die langfristigen Vergütungskomponenten sind die Gründe an anderer Stelle zu suchen. Ein Blick auf die Performancekriterien der langfristigen Programme zeigt, dass bei rund zwei Drittel der DAX-Konzerne die absolute Entwicklung der eigenen Aktien eine Rolle spielt. Dies bedeutet, dass die DAX-Vorstände nicht nur von den gestiegenen Unternehmensgewinnen profitieren, sondern auch bedeutend von der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank profitieren, da ein großer Teil der Kurssteigerungen auf die lockere Geldpolitik und nicht auf den unternehmerischen Erfolg zurückzuführen sind.

Werden zusätzlich optionsartige Programme vereinbart, beispielsweise Stock Option Plans oder Stock Appreciation Rights, so steigt der Wert der Vergütung durch den optionsartigen Charakter überproportional zum Aktienkurs. Dies ist unter anderem bei BASF, Deutsche Luft-hansa, Deutsche Post, Fresenius, Linde und SAP der Fall und erklärt, warum bei Teilen dieser



Unternehmen der Zufluss die Gewährung um ein Vielfaches überschreitet.

Fazit

Dank der Mustertabellen des DCGK ist es möglich, Vorstandsgehälter separat nach Zufluss und Gewährung zu analysieren. Während der Zufluss durch kurzfristig orientierte Vergütungsprogramme 21 % über der Gewährung liegt, ist die Auszahlung durch langfristige Programme im Schnitt doppelt so hoch wie die Gewährung. Der Grund für die massive Zunahme ist weniger im unternehmerischen Erfolg zu suchen, viel mehr liegt dies an den durch die Geldpolitik der EZB stark gestiegenen Aktienkursen.

Die Transparenz in der Berichterstattung über die Höhe der gezahlten Vorstandsgehälter erfreut Investoren. Wie die einzelnen Gehälter entstanden sind, bleibt jedoch ungeklärt, da es zu wenige Informationen über die gesetzten Anreize gibt. Aus Sicht aller Stakeholder wäre es wünschenswert, wenn auch hier eine ähnliche Transparenz geschaffen werden würde.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 6. Juni 2018